

# ANALÝZA KLÍČOVÝCH FAKTORŮ SOUDOBÉ „FINANČNÍ KRIZE“ A JEJICH VLIVU NA VÝVOJ SVĚTOVÉ EKONOMIKY

## ANALYSIS OF KEY FACTORS OF CONTEMPORARY "FINANCIAL CRISIS" AND ITS IMPACTS ON DEVELOPMENT OF WORLD ECONOMY

Oldřich Rejnuš

**Abstract:** *The paper deals with key factors of contemporary „financial crisis“ and their impacts on the development of world economy. First of all, the most important factors that caused the crisis are identified and their share on formation of contemporary negative development trends of financial system is analyzed. Afterwards, their consequences on the development of world economy are assessed both from practical and theoretical points of view.*

*Pursued analysis is focused on two basic spheres. First of all, it deals with negative economic factors that are explored from the point of view of all sorts of economic subjects – it means households, companies and states. And what is especially important, it is focused on man himself (or herself) as he or she has “primary” influence on the development of world economy and thus the whole human society.*

*Finally, the matter of effectiveness of up-to now used anti-crisis measures are discussed, where possible negative impacts that can be caused by their long-term use are assessed. Last of all, possibility of global financial crisis that might cause collapse of world economy is outlined.*

**Keywords:** *Financial Crises, Risk Factors, Economic Crisis, Financial Markets, Global Economy, Market Economy, State Regulation, Quantitative Easing, Structure Products, Inflation.*

**JEL Classification:** *G01, G18.*

### Úvod

I když hospodářské krize vykazují řadu společných vlastností, každá z nich bývá něčím specifická. To platí i pro soudobou „finanční krizi“, která započala v roce 2008 selháním finančního systému Spojených států amerických a následně se rychle rozšířila do nejvyspělejších zemí světa [7,9]. A jelikož finanční systémy jednotlivých zemí, či nadnárodních hospodářských společenství jsou, stejně jako světový finanční systém součástí s nimi souvisejících ekonomických systémů, musely poruchy v jejich činnosti zákonitě negativně ovlivnit ekonomiku.

Je zřejmé, že soudobá krize byla až doposud řešena neúspěšně, a že celá řada faktorů které ji způsobily nadále přetrvává. Proto je zapotřebí analyzovat nikoli pouze ekonomické faktory, jež zapříčinily její vznik, nýbrž i samotnou jejich podstatu. To znamená, že je nezbytné souběžně s nimi též analyzovat vliv chování samotného

člověka, jenž ekonomický systém vytvořil, využívá a je současně na jeho fungování existenčně závislý.

Příspěvek se proto zabývá jak klíčovými krizovými ekonomickými faktory, tak i podílem člověka na jejich vzniku. Tyto faktory identifikuje, analyzuje jejich vliv na vznik negativních vývojových trendů ve vývoji světového finančního systému a potažmo celé světové ekonomiky. Nakonec hodnotí účinnost až doposud použitých protikrizových opatření, a to s uvažováním možných negativních dopadů, které může jejich dlouhodobější používání vyvolat a nastiňuje možnost vzniku globální finanční krize jež by mohla způsobit kolaps světové ekonomiky.

## 1 Formulace problematiky

Na problematiku soudobé „finanční krize“ bylo již vysloveno mnoho různých názorů. Nicméně to, co je pro většinu z nich společné je mínění, že se zřejmě jedná o nejvýznamnější krizi od „velké hospodářské krize“ [9] z roku 1929. Z toho vyplývá, že je zapotřebí se jí podrobně zabývat nejen z hlediska hledání co nejrychlejších operativních opatření, která by ji co nejrychleji „vyřešila“, ale především za účelem jejího komplexního teoretického vysvětlení. To je důležité proto, že bez odstranění jejich příčin ji nelze dlouhodobě vyřešit a může se v budoucnu opakovat. A vzhledem k pokračující globalizaci světového finančního systému by byla pravděpodobně ještě silnější, takže by již mohla ochromit fungování celé světové ekonomiky a tím vážně narušit základní principy, na nichž je založena existence soudobé lidské společnosti.

## 2 Rozbor problému

Aby bylo možno soudobou krizi úspěšně vyřešit, je nutno identifikovat a teoreticky analyzovat příčiny jejího vzniku. To znamená, že je zapotřebí analyzovat nejen ekonomické faktory, ale co je především důležité, je zapotřebí se též věnovat i chování „samotného člověka“, poněvadž zejména on má na fungování světové ekonomiky rozhodující „primární“ vliv.

### 2.1 Analýza specifických ekonomických faktorů soudobé krize

Je nezpochybnitelné, že soudobá krize nevnikla náraz, ale že je důsledkem celé řady dlouhodobě působících negativních, faktorů, které, poněvadž nebyly uspokojivě řešeny, tak časem přerostly ve významné vývojové trendy. Ty posléze způsobily nejen vznik soudobé krize, ale nyní již ohrožují rozvoj celé světové ekonomiky.

Negativních faktorů působících v ekonomice existuje mnoho různých druhů. Nicméně ty, které lze pro soudobou hospodářskou krizi považovat za specifické a z hlediska svého významu za klíčové lze charakterizovat takto:

#### 2.1.1 *Proces narůstající zadluženosti všech druhů ekonomických subjektů*

Jde o nejvýznamnější a pro soudobou „finanční“ krizi zřejmě asi i nejspecifičtější rizikový trend, jehož dopad je navíc výrazně umocněn i tím, že souvisí se zadlužováním všech druhů ekonomických subjektů, neboli domácností, podniků i (většiny) států.

- **Zadlužování domácností** souvisí jednak s politikou vlád ekonomicky vyspělých zemí a jejich centrálních bank zvyšovat domácí spotřebu a tím podporovat

ekonomický růst, jednak se snahou firem zvyšovat své zisky podporou odbytu vyráběného zboží a poskytovaných služeb.

- **Zadlužování podniků** vychází jednak ze všeobecně prosazovaného názoru, že externí zdroje financování vyjdou levněji než zdroje interní, jednak z požadavku společníků (akcionářů) na maximalizaci zisku a jeho vyplácení formou podílů (dividend). To způsobuje, že mnoho firem se postupně stále více zadlužuje a při zhoršení hospodářské situace jsou náchylné k úpadku.
- **Zadlužování (většiny) států** narůstá jednak v důsledku dlouhodobé schodkové fiskální politiky vlád jednotlivých států, jednak v důsledku větších výdajů než příjmů subjektů regionální správy. To lze dokladovat např. tím, že současný veřejný dluh USA již překročil objem 16 biliónů USD [11] a kumulovaný objem státních dluhů zemí Evropské unie již výrazně přesahuje 13 biliónů € [12].

Je zřejmé, že trend rychle narůstajícího zadlužování domácností podniků a států je zapotřebí dát do souvislosti s dlouhodobou expanzivní makroekonomickou politikou vlád a centrálních bank, neboli s politikou „levných peněz“. Ta způsobila, že se mnohé ekonomické subjekty zadlužily do té míry, že se výrazně zvýšila obtížnost jejich dalšího financování, poněvadž v důsledku růstu rizika jejich možné insolvence se jim rovněž zvýšily dluhové náklady. A tak v poslední době již dochází stále častěji k tomu, že investoři ztrácejí důvěru v jejich dluhové instrumenty, čímž jim znemožňují přístup na finanční trhy. To následně vede k nesolventnosti domácností, úpadkům bank a ostatních podnikatelských subjektů, či dokonce ke hroucení státních financí příliš zadlužených zemí.

### ***2.1.2 Narůstání rozdílů v ekonomické, resp. v politické síle jednotlivých subjektů***

Tento soudobý vývojový trend spočívá v postupném narůstání rozdílů mezi státy, korporacemi a dokonce i mezi jednotlivci (domácnostmi) co do jejich ekonomické, resp. politické síly, či jejich vlivu na fungování lidské společnosti:

- **Ekonomická (resp. politická) síla států** se uplatňuje v jejich zahraniční a hospodářské politice a to tak, že ekonomicky silné státy vnucují svoji vůli slabším zemím. To se děje buď přímo prostřednictvím bilaterálních smluv, anebo členstvím v mezinárodních či v nadnárodních institucích, v jejichž řídicích orgánech disponují významné země zpravidla většími pravomocemi.
- **Ekonomická síla korporací** se projevuje nejčastěji u „nadnárodních společností“, mezi něž patří pochopitelně i mnohé finanční instituce. O jejich ekonomické síle svědčí jednak velikost jimi dosahovaných hospodářských výsledků, které bývají často vyšší než velikost HDP menších zemí, a jednak také to, že získávají v oborech svého podnikání majoritní postavení. Tím omezují konkurenci a přibližují tržní podmínky podmínkám oligopolu, v němž se snaží zaujmout co nejvýznamnější postavení. Přitom je prokázáno, že s postupným růstem velikosti korporací se zároveň zvyšuje i jejich ekonomická síla, která jim umožňuje provádět velmi silný lobbying, jenž může přerůst až v politický vliv. Nadnárodní korporace přesouvají často svoji výrobu do rozvojových zemí s cílem minimalizovat výrobní (především mzdové) náklady. To vede k omezování výroby v domovských zemích, do kterých se následně musí importovat produkce vyráběná v zahraničí, což následně způsobuje snižování počtu pracovních míst, růst nezaměstnanosti, vytváření deficitu obchodní

balance a růst státního dluhu. A jelikož dnes již lze zřizovat dceřiné společnosti prakticky po celém světě, bývá při jejich rozmísťování počítáno i s legislativními odlišnostmi jednotlivých států za účelem tzv. „transfer pricingu“.

Všechny tyto skutečnosti pak způsobují to, že na světě upadá tržní konkurence, takže již nedochází k tvorbě spravedlivých tržních cen. A jak tvrdí Zelený [9], bez spravedlivého (tržního) oceňování statků nemůže žádná ekonomika efektivně fungovat

### ***2.1.3. Liberalizace a internacionalizace finančního podnikání při nedostatečné a mezinárodně nedokonale harmonizaci státní regulace***

Liberalizace a internacionalizace finančního podnikání vycházejí z teoretického předpokladu, že volný trh je schopen dobře alokovat disponibilní zdroje a na základě vyššího stupně agregace poptávky po finančních investičních instrumentech a jejich nabídky správně oceňovat investiční instrumenty a efektivně poskytovat finanční služby. To napomáhá rozvoji finančních trhů, vede k jejich postupné integraci, a následně způsobuje vzájemné propojování národních a regionálních finančních systémů a jejich postupné srůstání v globální finanční trh [6, s. 667]. Nicméně zároveň platí i to, že liberalizaci a internacionalizaci nelze uskutečňovat bez toho, aby státy, resp. orgány nadnárodních ekonomických společenství nerozvíjely, nez kvalitňovaly a vzájemně neharmonizovaly státní regulaci a dohled. Vyplývá to z toho, že pouze kvalitní a mezinárodně dostatečně sladěná pravidla umožňují rozvoj podnikání v mezinárodním měřítku, a že pouze mezinárodně propojený a dobře provázaný regulační systém je schopen udržet na trzích transparentní podmínky, zajistit ochranu (především drobných) investorů a tím umožnit efektivní fungování národních, či nadnárodních finančních a ekonomických systémů.

V současnosti lze ovšem konstatovat skutečnost, že jak obsahová náplň zákonů, tak i proces harmonizace regulace a dohledu nad finančním podnikáním v porovnání s tempem liberalizace a internacionalizace značně zaostal. V důsledku toho také vznikla celá řada vážných nedostatků, které lze identifikovat jak v jednotlivých státech či v nadnárodních ekonomických společenstvích, tak i v systému světové ekonomiky. A týká se to nejen licencovaných finančních institucí, ale i ostatních ekonomických subjektů provozujících svoje podnikání v rámci finančního systému.

Pokud jde o jednotlivé oblasti, lze je rozdělit jednak na příliš volnou a z hlediska obsahu zaostalou legislativu většiny států, jednak na její mezinárodní neprovázanost. Jako významné problémové oblasti byly zjištěny především:

- **Nedostatečná státní regulace činnosti finančních institucí**, především obchodních bank, ale i pojišťoven, investičních společností, investičních a penzijních fondů, ratingových agentur, obchodníků s cennými papíry, aj. Jako konkrétní příklady selhání, či záměrného porušování obecně platných norem lze, v souladu s tzv. Larosiérovou zprávou [4] uvést zejména malou odpovědnost a někdy dokonce i nedostatečnou odbornou kvalifikaci vedoucích orgánů společností a porušování „corporate governance“, neboli obecných zásad systému řízení a kontroly společností při dodržování principu otevřenosti, poctivosti a odpovědnosti. Z ekonomických faktorů pak šlo především o nízkou likviditu obchodních bank a dalších finančních institucí, nedostatečnou tržní kapitálovou přiměřenost a přílišnou rizikovost držených portfolií. Dále byly shledány nedostatky v účetních

standardech a účetních pravidlech, v neprůhlednosti fúzí a akvizic, v absenci pravidel pro regulaci investičních strategií hedgeových fondů, v nedostatečných opatřeních proti manipulaci cen, ve zneužívání informací z obchodního styku, atd. A zvláštní pozornost pak byla věnována problematice nedostatečné regulace ratingových agentur a konfliktu jejich zájmů. Larosiérová zpráva, jež byla první analytickou zprávou zveřejněnou v Evropě od vypuknutí krize, rovněž konstatovala vážná vládní a veřejnoprávní selhání.

- **Příliš liberální podmínky pro vytváření nových druhů finančních investičních instrumentů a jejich obchodování.** V podstatě se jedná o různé druhy investičních instrumentů vytvářených na principu derivace od rozličných podkladových aktiv. A i když v řadě zemí pro ně existují některá omezení, vzhledem k liberalizaci a internacionalizaci soudobého světového finančního trhu jsou přesto téměř neomezeně nabízeny investorům. Zejména se jedná o různé druhy tzv. strukturovaných produktů (především strukturovaných dluhopisů), vytvářených na principech derivace, případně kolateralizace a následné sekuritizace, spočívající v přeměně „balíků“ nelikvidních a mnohdy i nekvalitních finančních investičních aktiv (především úvěrů) na obchodovatelné cenné papíry, za účelem přesunu úvěrového rizika na další subjekty, u nichž, podle Sekničky [8] nebyl státní dozor schopen správně stanovit výši expozice.

Důsledkem vytváření těchto derivátových instrumentů je potom ještě i to, že na finančních trzích stále přibývá cenných papírů, jež nejsou přímo napojeny na reálnou ekonomiku a nejvíce z nich profitují jejich emitenti. Prakticky představují pouze „mezistupeň“ bez reálného ekonomického přínosu, a jejich vydávání napomáhá vytváření tzv. „pyramidální nástavby“. Ta roste či padá s růstem či s hroucením se jejích základů, neboli s růstem či s poklesem cen (hodnot) těch podkladových aktiv, od nichž jsou jednotlivé „nástavbové“ investiční instrumenty ať už přímo, či nepřímo odvozeny.

Jak udává již uvedená Larosiérová zpráva, je zapotřebí urychleně upravit legislativu tak, aby byla pro vydávání těchto tzv. „strukturovaných produktů“ (označovaných v USA též jako „pokročilé deriváty“ /*advanced derivatives*/) stanovena přísnější pravidla. A současně je také zapotřebí zpřísnit podmínky pro povolení jejich obchodování na veřejných trzích a to jak na národní, tak i na mezinárodní úrovni.

- **Nedostatečná regulace způsobů obchodování cenných papírů na veřejných organizovaných trzích** je další problémovou oblastí způsobenou zaostávající legislativou. Zahrnuje celou řadu obchodních praktik a způsobů obchodování, které mohou být předmětem diskuse o tom, zda se nejedná o nekalé praktiky jež jsou v rozporu s obecnými zásadami burzovního obchodování a dobrými mravy.

Poměrně letitým, avšak stále diskutovaným problémem je pákové obchodování. Pokud se jedná o spekulaci na vzestup prostřednictvím maržových obchodů (obchodů na úvěr), tak ty prakticky nikomu nevadí. Avšak pokud se jedná o spekulace na pokles, neboli tzv. prázdné, či krátké prodeje /*short selling*/, je situace jiná. Jde totiž o to, že shortování umocňuje poklesy kurzů, což nevadí v případě obchodních příkazů drobných investorů, avšak pokud začnou tento způsob spekulace používat velcí institucionální investoři (např. hedgeové fondy), mohou

v případě zadávání objemově velkých příkazů účelově manipulovat s kurzy. Proto v současnosti některé, především evropské státy „shortování“ omezují, zejména pak pokud se jedná o „shortování nekryté“ */naked short selling/*.

Dalším novodobým problémem je zavádění tzv. „rychlých automatických obchodů řízených počítači“. Tento poměrně nový, ale dnes již velice rozšířený způsob obchodování představuje vážný problém, který, přestože je technického charakteru, tak vznikl v návaznosti na podávání „inteligentních obchodních příkazů“. Jelikož se obchodování cenných papírů v současnosti provádí téměř výhradně elektronicky, je zřejmé, že riziko investorů spočívá jednak v tom, že zejména v případě prudkých propadů akciových kurzů nemusejí přenosové systémy vydržet nápor zadávaných prodejních příkazů. A pokud se tak stane, nemají menší investoři možnost svoje akcie prodat (čímž jsou znevýhodněni oproti finančním institucím, které disponují dokonalejšími technickými prostředky). Proto se všeobecně doporučuje používání tzv. „inteligentních“, neboli přeprogramovaných obchodních příkazů, z nichž mnohé jsou samovolně generovány na základě technické analýzy. V těchto případech, pokud dojde k prolomení předem nastavených bariér, se jednotlivé obchodní příkazy samy aktivují a jsou automaticky odesílány k realizaci. A právě s tím souvisí problém provádění „rychlých automatických obchodů řízených počítači“ */high frequency trading - HFT/*, při nichž se účelově používají velice rychlé počítačové systémy za účelem „přehrát“ ostatní účastníky obchodování. Společnosti, které se HFT zabývají, používají vlastních programů využívajících různé matematické modely a algoritmy k tomu, aby se obchody mohly provádět zcela automaticky. Kromě pohybu cen sledují objemy obchodů, volatilitu apod., a podle toho pak rozhodují ve zlomcích sekundy o vstupu, nebo výstupu z trhu. Hlavním problémem, který se v souvislosti s tímto způsobem obchodování nejčastěji diskutuje je možnost jeho možného zneužití. Přílišné zahlcení trhu velkým počtem příkazů totiž může zpomalit obchodování, čehož lze využívat ve svůj prospěch. Data z trhů se totiž k běžným investorům dostanou později a ti, kteří toto zpoždění způsobí, mohou mezitím s předstihem zadat svoje vlastní příkazy [3]. A poněvadž mnohé HFT programy fungují na podobných principech, může kvůli nim v určitých nepříznivých podmínkách docházet až k extrémním výkyvům kurzů poškozujících investory, kterým nedokážou zabránit ani bezpečnostní mechanismy burz.

- **Neřešení tzv. „skrytých kapitálových toků“** umožňujících významné daňové úniky a existenci tzv. „daňových rájů“. V tomto případě jde o konkrétní důsledek nezájmu vlád, parlamentů či centrálních bank ekonomicky vyspělých zemí zabránit účelově prováděným mezinárodním kapitálovým tokům. Přitom je všeobecně známo, že země označované za „daňové ráje“ umožňují korporacím realizovat tzv. „legální daňové úniky“, což má za důsledek snižování příjmů státních rozpočtů zemí, jejichž infrastruktury při svých podnikatelských činnostech využívají. V daném případě je zřejmé, že se jedná o problém, jehož řešení vyžaduje jednak politickou vůli vládních představitelů všech vyspělých zemí a jednak mezinárodní harmonizaci legislativy.
- **Emitování eurodluhopisů**, nejčastěji dlouhodobých, či střednědobých obligací denominovaných v jiné měně než je měna státu, na jehož finančním trhu jsou umístovány. Bývají vydávány téměř výhradně pouze na doručitele a pro světový

finanční systém jsou rizikové tím, že nejsou regulovány ani centrálními bankami jednotlivých zemí, ani mezinárodními finančními institucemi. Musí pouze splňovat obecné mezinárodní podmínky obchodovatelnosti na veřejných trzích. Na nich bývají umísťovány a upisovány prostřednictvím vysoce bonitních mezinárodních syndikátů bank, z čehož vyplývá, že je mohou emitovat pouze vysoce bonitní emitenti. A jelikož počty (resp. objemy) nově emitovaných a na světovém finančním trhu obíhajících euroobligací velice rychle rostou, zvyšuje se pochopitelně i riziko, které představují. A velice zajímavé je současně i to, že přes rizika, které eurodluhopisy představují, je emitují i mnohé ekonomicky vyspělé země. Takže i v tomto případě je zřejmé, že ani tento problém nelze vyřešit bez politické vůle vlád vyspělých zemí a mezinárodní harmonizace legislativy.

#### **2.1.4 Nedostatečný státní dohled**

Je zřejmé, že kvalita státní regulace finančního podnikání závisí nejen na legislativě příslušného státu, která vymezuje rozsah podnikatelských aktivit jednotlivých druhů finančních institucí (resp. i dalších podnikatelských subjektů), ale rovněž na tom, jak dokáže stát dodržování svých předpisů kontrolovat a zde je schopen vyvozovat sankce při zjištění jejich porušování. Z toho vyplývá, že jednak záleží na právním vymezení systému regulačních institucí včetně přesného vymezení jejich pravomocí, jednak na sjednocení sankcí vůči společnostem, které pravidla regulace poruší.

Soudobá „finanční krize“ jednoznačně prokázala, že účinnost státního dohledu je v mnoha státech nedostatečná, a že ani mezinárodní spolupráce není na potřebné úrovni. A jelikož jsou soudobé finanční trhy silně globalizovány, je zřejmé, že je i v této oblasti zapotřebí mezinárodní spolupráce, která by zpřísnila mezinárodní dohled.

Výše uvedené soudobé rizikové faktory nepředstavují pochopitelně jejich úplný výčet, přičemž se postupně objevují i některé další. Nicméně jde o klíčové problémové oblasti společné pro většinu ekonomicky vyspělých zemí. A dále je společné je pro ně též to, že se dají vyřešit pouze legislativně. To má však celou řadu problémů, z nichž první je rozdílná legislativa jednotlivých zemí, která, pokud se ještě navíc liší svojí podstatou, tak vylučuje prakticky možnost mezinárodního sjednocování regulačních pravidel, a druhým je pak i to, že mnohé vlády nemají zájem některé problémy vůbec řešit. Přitom je zřejmé, že dokud nebude zaveden celosvětově závazný jednotný systém zásad a pravidel finančního podnikání, budou vždy existovat možnosti, jak regulační pravidla jednotlivých států obejít.

## **2.2 Analýza chování člověka jako tvůrce a uživatele ekonomického systému**

Fungování finančního, a tím pochopitelně i celého ekonomického systému je podmíněno nezpochybnitelným právem člověka vlastnit majetek a svobodně s ním nakládat, což mu umožňuje podnikat při dodržování společností (státem) určených podmínek. Z toho vyplývá, že v první řadě závisí na platné legislativě a na vymahatelnosti práva. Pokud je legislativa kvalitní, poskytující všem ekonomickým subjektům stejné a dostatečně transparentní podnikatelské podmínky, a fungují-li též dobře regulační mechanismy, může ekonomika (a pochopitelně i její finanční systém) efektivně fungovat. Pokud tomu tak ale není, dochází zákonitě k poruchám ve vztazích mezi všemi druhy ekonomických subjektů a tím také k narušování rovnováhy

v jednotlivých segmentech ekonomického systému. To následně vede k vytváření krizových faktorů narušujících fungování ekonomiky a posléze, pokud nejsou včas a důsledně vyřešeny, až k hospodářským krizím. A jelikož všechny podmínky určuje člověk, je pochopitelné, že efektivní fungování ekonomiky a s tím i prosperita lidské společnosti je neoddělitelně závislá na lidském činiteli. Z toho se potom vyvodit závěr, že rozvoj ekonomiky na kterékoli úrovni závisí především na kvalitě vztahů mezi lidmi, což neoddělitelně souvisí s morálkou lidské společnosti.

Pokud budeme analyzovat význam lidského faktoru na fungování současné světové ekonomiky, dojdeme k závěru, že stále významnějším faktorem lidského chování se stává „dominance postavení jednotlivců ve společnosti“. A co je rovněž pro ekonomiku a lidskou společnost velice rizikové je rovněž i to, že tento významný faktor již rovněž přerostl ve významný vývojový trend, který lze charakterizovat jako stále rychlejší „rozevírání nůžek“ mezi velikostmi příjmů (a následně i hodnotou vlastněného majetku) jednotlivých členů lidské společnosti. Projevuje se to narůstajícím množstvím „milionářů“ či dokonce „miliardářů“, kteří si často vynucují v lidské společnosti zvláštní privilegia. Nejednalo by se o problém, pokud by se rozdíl v příjmech jedinců odvíjely výhradně od zásluh a přínosů jednotlivých lidí pro společnost. Ve skutečnosti se to však často děje skrytým porušováním zákonů a korupcí. V některých zemích to dokonce může souviset i se zneužíváním státních či hospodářských funkcí, případně dokonce bez možného postihu (např. poslanecká imunita). A nejhorší je na tom všem nakonec to, že všechny takto „vytunelované“ hodnoty se následně převádějí do dluhů jednotlivých států, což znamená na bedra „obyčejných“ daňových poplatníků.

### 3 Diskuse

Na základě identifikace a následně provedené analýzy soudobých krizových faktorů vyvstává celá řada důležitých otázek. Jaká zásadní opatření byla od doby vzniku soudobé „finanční krize“ v jednotlivých státech či v nadnárodních hospodářských společenstvích přijata a jak se osvědčila? A kdy konečně tato krize doopravdy skončí? A pokud se nevyřeší, tak jaký lze očekávat další vývoj světové ekonomiky?

K tomu, aby bylo možno na tyto otázky zodpovědně odpovědět, je nejprve zapotřebí vyhodnotit účinnost doposud přijatých opatření v zemích, které krize postihla nejvíce, a které jsou tudíž klíčové pro její vyřešení. To znamená, že se jedná především o USA a Evropskou unii – především pak o Eurozónu.

**1) Řešení problematiky zadluženosti:** Vláda USA stimuluje americkou ekonomiku ve spolupráci s FEDem politikou tzv. „kvantitativního uvolňování“, což není nic jiného než pokračování v extrémních státních výdajích. To ovšem vede k dalšímu zvyšování amerického státního dluhu, takže se o snahu snížit státní dluh nejedná. A navíc se v USA nadále prohlubuje zadlužení jednotlivých amerických států a měst, což se projevuje rychlým růstem veřejného dluhu USA, který již překročil objem 16 biliónů USD což činí již více než 104 % amerického GDP [11]. Určitá pozitivní změna nastala pouze v chování obyvatelstva, které začalo šetřit (což ovšem na druhé straně snižuje tržby a působí proti růstu ekonomiky). Nicméně

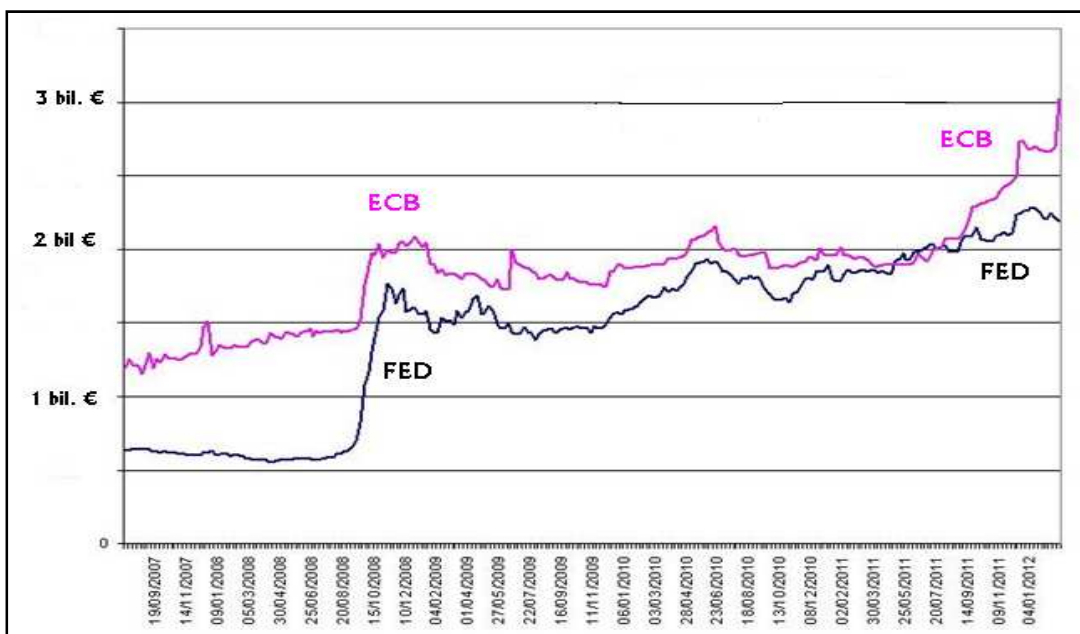


i tak činí soukromé dluhy obyvatel USA dnes cca 15,8 bil. USD, neboli cca 50 tis. USD na každého občana.

Naproti tomu Evropská unie (a především země Eurozóny) řešila až donedávna uvedený problém přesně naopak, a to úspornou fiskální politikou nařizovanou jednotlivým zemím. To ovšem přivedlo méně ekonomicky rozvinuté země do recese doprovázené neúměrně vysokou nezaměstnaností s následnými sociálními nepokoji. Tím se výrazně zvýšilo riziko jejich možného bankrotu a tím i nesplacení jejich závazků, čímž by došlo k vážnému ohrožení existence mnoha (především evropských) bank a vzniku tzv. lavinového šíření bankovní krize. Proto začíná vedení Evropské unie společně s Evropskou centrální bankou a s přispěním Mezinárodního měnového fondu vedle zachraňování ohrožených zemí (případně jejich obchodních bank) souběžně realizovat podobnou politiku podpory ekonomiky jako provádí USA, což určitě k odstranění zadluženosti také nepovede.

Výše uvedené skutečnosti lze dokladovat statisticky různými způsoby. Nicméně jako velice zajímavý a prokazatelný se jeví následující obrázek porovnávající vývoj bilančních sum (neboli vývoj celkového součtu aktiv) ECB a FED, zahrnujících nákupy různých toxických aktiv (především dluhopisů) za „nově tištěné peníze“.

**Obr. 1: Vývoj bilančních sum ECB a FED v období 2007-2012**



Zdroj Reuters: <http://blogs.r.fiddata.co.uk/money-supply/files/2012/03/cbbalancesheets.jpg>

Z uvedeného obrázku vyplývá, že Evropská centrální banka již v srpnu roku 2011 předčila ve velikosti své bilanční sumy FED, když na přelomu let 2011/2012 „napumpovala“ v rámci operace LTRO /Long-Term Refinancing Operation/ do evropských ekonomik bilion €, čímž její bilance překonala hranici 3 bilionů € [5]. Nicméně se prokázalo, že ani tak mimořádné opatření na záchranu Eurozóny zdaleka nestačí a lze proto v budoucnu očekávat další monetární expanzi.

- 2) **Řešení problému upadající tržní konkurence:** Co se týče problematiky upadající tržní konkurence, tento problém zatím uspokojivě neřeší ani v Americe, ani v Evropě (a ani jinde na světě). Ba právě naopak. Svá dominantní postavení si

snaží co nejvíce upevnit jak nejsilnější státy světa, tak i významné korporace. A zároveň se zvyšuje i vliv bohatých jedinců, kteří již nebývají zastoupeni pouze v řídicích orgánech podniků, nýbrž i ve vládách a v parlamentech většiny států, v nichž často prosazují své vlastní zájmy. Tím se na světě deformuje tržní prostředí, bez něhož soudobá ekonomika nemůže efektivně fungovat.

- 3) **Zkvalitňování legislativy v oblasti státní regulace finančního podnikání a její mezinárodní harmonizace:** Pokud jde o zkvalitňování zákonů upravujících podmínky finančního podnikání, tak lze konstatovat, že se v posledních letech situace jak v evropských zemích, tak i v USA poněkud zlepšila.

Pokud jde o Evropskou unii, tak ta nově zřídila „Evropskou radu pro systémová rizika“ /*European Systemic Risk Board – ESRB*/ jejímž úkolem je vypracovávání makroekonomických analýz umožňujících včas odhalovat potenciální rizika ohrožující ekonomickou a finanční stabilitu na trzích Evropské unie a „Evropský systém finančního dohledu“ /*European System of Financial Supervision – ESFS*) jenž má zajišťovat dohled nad celým finančním systémem Evropské unie. Dále pokračuje v plnění již dříve přijaté „Jednotné směrnice o trzích finančních instrumentů“ /*The Markets in Financial Instruments Directive - MIFID*). Ta zavádí společný tržní a regulační režim pro poskytování investičních služeb ve všech 30 členských státech Evropského hospodářského prostoru. Její význam spočívá v tom, že i když se jedná o směrnici rámcovou, tak na ni musí navazovat prováděcí předpisy jednotlivých zemí, což lze považovat za pokrok v harmonizaci.

Pokud se týká USA, tak i ty přijaly řadu regulačních opatření. V roce 2010 podepsal americký prezident Barack Obama Dodd-Frankův zákon o reformě Wall Street a ochraně spotřebitelů /*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*/. Je značně obsáhlý a technicky představuje částečnou novelizaci stávajících zákonů (především zákon o burzách z roku 1934 upravující podnikání na kapitálovém trhu /*Securities Exchange Act*/, jakož i zcela nová regulační opatření k většímu dodržování zásad „corporate governance“ [1]. Tento zákon v první řadě zřizuje řadu nových institucí, především „Radu pro dohled nad finanční stabilitou“ /*Financial Stability Oversight Council*/, „Úřad pro finanční ochranu spotřebitelů“ /*Bureau of Consumer Financial Protection*/, aj. Za druhé posiluje pravomoci stávajících dohledových institucí, přičemž některé z nich slučuje. Dále částečně reformuje Federální rezervní systém a zároveň nad ním posiluje dohled kongresu. Rovněž utužuje regulaci bank a dalších subjektů podnikajících v rámci amerického finančního systému, včetně ratingových agentur. Posiluje ochranu solventních finančních institucí a upřesňuje proces jejich případné likvidace. A v neposlední řadě pak zpřísňuje regulaci jednotlivých instrumentů finančního trhu, včetně podmínek pro poskytování úvěrů. A co je rovněž důležité, mimo celé řady dalších důležitých opatření je v něm významné i to, že posiluje rozhodovací pravomoci akcionářů – např. ve věci schvalování odměn, či tzv. zlatých padáků managerům společností. Nicméně vzhledem ke složitosti systému amerického zákonodárství a tradicím amerického liberalismu lze očekávat, že jeho zavádění do praxe bude ve srovnání s Evropskou unií pomalejší.

I když je vývoj legislativy Evropské unie a USA ve svých základních rysech podobný, je zřejmé (nehledě na další významné státy světa) že zatím nelze

předpokládat vznik celosvětově harmonizované legislativy finančního podnikání. Brání tomu totiž nejen rozdílná legislativa jednotlivých států, ale i rozdílné principy, na nichž jsou zákony v jednotlivých zemích vytvořeny (jako příklad lze uvést např. rozdíly mezi legislativou EU a USA). Z toho vyplývá, že díky internacionalizaci finančního podnikání budou i nadále existovat možnosti, jak regulaci finančního podnikání obcházet.

## **Závěr**

Z provedené analýzy vyplývá, že soudobé problémy v ekonomice lze považovat za velice závažné a jejich řešení za značně problematické. Přitom je zřejmé, že řešitelné jsou, nicméně je nemůže uspokojivě vyřešit nikdo jiný než ten, kdo je skutečně zapříčinil a tím je „samotný člověk“.

Je nezpochybnitelné, že efektivnost fungování každého finančního a stejně tak i ekonomického systému závisí v první řadě na kvalitě legislativy a vymahatelnosti práva, a následně potom na kvalitě managementů jednotlivých podnikatelských subjektů. Ty musí na jedné straně státem nastavené podnikatelské podmínky dodržovat, avšak na druhé straně jich mohou manažersky využít. A jelikož je jak v politice, ve státní správě, v oblasti tvorby legislativy, ve státní kontrole, v soudnictví i v řízení podniků vždy hlavním činitelem člověk, je zřejmé, že náprava soudobého stavu bude závislá na tom, jací lidé tam budou pracovat. A to pochopitelně závisí na vyspělosti a na morálce lidské společnosti.

V současnosti je situace ve světové ekonomice taková, že jednotlivé země, resp. nadnárodní ekonomická společenství přistupují k řešení svých problémů značně liknavě a individuálně. V první řadě je to tím, že většina politiků hledí především na svoji politickou úspěšnost, a tudíž preferují zájmy svých vlastních zemí, resp. zájmy svých politických stran, nebo případně zájmy těch, kteří jim dopomohli k funkci, takže jimi prosazovaná řešení nebývají často z ekonomického pohledu optimální. Přitom nelze opomenout ani jejich případné morální nedostatky, především ješitnost, touhu po moci a po penězích. A druhým faktorem je potom samotný způsob fungování parlamentní demokracie. Tím, že je funkční období politiků (ale platí to i pro hospodářské orgány společnosti) časově omezeno, tak většinou upřednostňují krátkodobá řešení před dlouhodobými, řádně propracovanými strategiemi. Tím pak soudobou krizi ještě více prohlubují a její řešení odsouvají do neurčita.

Z těchto skutečností vyplývá, že soudobá „finanční krize“ v nejbližší budoucnosti vyřešena určitě nebude. Naopak se lze důvodně obávat, že se situace bude postupně dále zhoršovat a nakonec přejde v „dlouhodobou chronickou nemoc“ celé světové ekonomiky. Bude to z toho důvodu, že soudobé směry expanzivní hospodářské politiky Evropské unie (především Eurozóny) a USA američtí a evropští politici a centrální bankéři určitě v dohledné době nezmění, a neustálé „tištění“ nových peněz v rámci politiky kvantitativního uvolňování USA a silné monetární expanze zaměřené na záchranu evropských bank či bankrotujících zemí Evropské unie vyvolá v USA a v Evropě vysokou inflaci. Ta bude sice výhodná pro snížení reálné hodnoty soudobých (především státních) dluhů, ale současně to zákonitě vyvolá výrazné oslabení amerického dolaru (který je v současnosti světovou rezervní měnou) a eura. Tím dojde k poškození mnoha zahraničních věřitelů a všech držitelů těchto měn,

kterými jsou především Čína, Japonsko, Rusko a celá řada dalších zemí, což způsobí (a to i v případě, pokud zůstane Eurozóna zachována) výrazné otřesy na finančních trzích, jež postihnou celý svět. Tím by vznikla globální finanční a potažmo i globální světová hospodářská krize, která by měla (rovněž z důvodu ještě pokročilejší míry globalizace) podstatně silnější intenzitu, než tomu bylo kdykoli v minulosti, a měla by zřejmě pro celou lidskou společnost nedozírné katastrofické následky.

## Reference

- [1] BORKOVEC, A., *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*, Praha, nakladatelství Vladimír Lelek, 2011, s. 43-55. ISBN 978-80-904837-0-5.
- [2] JÍLEK, J., *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*, Grada Publishing, 2006.
- [3] KUČHTA, D. *Jsou rychlé obchody skutečně tak škodlivé?* Dostupné: <http://www.investujeme.cz/jsou-rychle-obchody-skutecne-tak-skodlive/>
- [4] LAROSIÉRE, J., *The high-level group on financial supervision in the EU*. Report, Brussels, 25. 2. 2009.
- [5] MORAVCOVÁ, M., *Která banka má větší bilanční sumu? FED nebo ECB?* Dostupné na <http://zpravy.kurzy.cz/334417-ktera-banka-ma-vetsi-bilancni-sumu-fed-nebo-ecb/>
- [6] REJNUŠ, O., *Finanční trhy*, 3. rozšířené vydání, Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. ISBN 978-80-7418-128-3
- [7] REJNUŠ, O., *Globální finanční krize a její hodnocení z hlediska budoucího vývoje světové ekonomiky*, Trendy ekonomiky a managementu, ročník III, číslo 5, 2009, s. 37-49. ISSN 1802-8527
- [8] SEKNIČKA, P. *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*, s. 19-42, Praha, nakladatelství Vladimír Lelek, 2011. ISBN 978-80-904837-0-5.
- [9] ZELENÝ, M. *Geneze krize*. Dostupné <http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/milan-zeleny.php?itemid=5788>
- [10] Směrnice č. 2004/39/ES o trzích finančních instrumentů
- [11] <http://usdebtclock.org>
- [12] <http://www.google.com/publicdata/explore>

## Kontaktní adresa

### Oldřich Rejnuš, prof. Ing. CSc.

Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky  
Kolejní 2906/4, 612 00 Brno, Česká republika  
E-mail: [rejnus@fbm.vutbr.cz](mailto:rejnus@fbm.vutbr.cz)  
Tel.: +420 541 143 724

Received: 31.08.2012

Reviewed: 08.11.2012

Approved for publication: 23.01.2013